

TRIBUNALE DI MILANO, SEZIONE SPECIALIZZATA IN MATERIA DI IMPRESA B,
21 luglio 2015
RIVA CRUGNOLA (Presidente) – DAL MORO (Giudice Relatore Estensore) - VANNICELLI
Comitalia Compagnia Fiduciaria S.p.A. c. Pomellato S.p.A. e altri

A seguito dell'acquisto di una partecipazione sociale, il socio coltiva una aspettativa agli utili e un diritto alla quota positiva di liquidazione, esponendosi al contempo, al rischio di non ricevere né l'uno - per svariate ragioni - né l'altro (nel caso la liquidazione non lasci margini positivi); in linea di principio, quindi, si dovrebbero ritenere "alterate" le condizioni di rischio dell'investimento allorché si ravvisi che l'ingresso o l'uscita dal gruppo – o il cambio della società esercente l'attività di direzione e coordinamento - abbia determinato o rischi in concreto di determinare un impatto negativo sull'equilibrio patrimoniale e finanziario della società e/o, sul valore della partecipazione, e/o sulle prospettive reddituali della società eterodiretta, e di conseguenza, sulle aspettative reddituali che il socio nutra prima di questo cambiamento (1).

L'offerta di acquisto della partecipazione, anche se privata, esclude il diritto al recesso e alla liquidazione della partecipazione ogni qual volta rappresenti una valida alternativa di disinvestimento (2).

L'offerta di cui parla l'art. 2497 quater lett. c), è pacifico non debba essere necessariamente (specie nel caso in cui vi sia un solo azionista) un'"opa", essendo invece sufficiente si tratti di un'offerta "privata" (volontaria): (i) rivolta a tutti gli azionisti per la totalità dei loro titoli; (ii) per un prezzo equo, ossia un prezzo che non sia significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all'art. 2437 ter c.c. (3).

L'offerta, onde essere "idonea", non deve necessariamente contemplare la possibilità di una dismissione parziale dovendo in effetti, per legge garantire al socio di minoranza solo una valida alternativa di exit rispetto all'esercizio del recesso, qual è anche l'offerta di acquisto dell'intera partecipazione (4).

Non è in alcun modo configurabile in capo al socio di maggioranza un obbligo giuridico di rendere dettagliatamente edotto il socio di minoranza delle trattative di cessione della partecipazione di controllo (5).

(Omissis)

MOTIVI DELLA DECISIONE.

La controversia riguarda la sussistenza del diritto di recesso che il socio di minoranza della Pomellato S.p.A. pretende aver maturato in ragione del cambio di controllo della società stessa avvenuto per effetto della cessione del pacchetto di maggioranza intervenuta il 5 luglio 2013 da parte di Ra.Mo S.p.A. in favore di GPo Holding (l'insussistenza del diritto di recesso vantato dall'attrice assorbirebbe, infatti, qualunque prospettiva di danno, tanto in termini di interessi per esercizio tardivo della recesso parziale effettivamente esercitato da Comitalia, quanto in termini di mancato recesso per la restante parte del pacchetto detenuto).

La decisione, quindi, implica anzitutto la valutazione della sussistenza o meno nella specie delle condizioni legittimanti l'esercizio del diritto di recesso secondo il disposto di cui all'art. 2497 quater lett. c) c.c. e, segnatamente, stanti i temi dell'ampio e articolato contraddittorio:

- la sussistenza della condizione positiva, rappresentata dalla alterazione delle condizioni di rischio di investimento determinata dal mutamento del socio di maggioranza;
- la sussistenza della condizione ostativa al recesso rappresentata dalla formulazione di un'offerta vincolante d'acquisto, e, in caso di accertamento positivo, della idoneità di tale a proposta (sotto il profilo del suo contenuto).

3.1. Sull'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento di Comitalia S.p.A.

Considerata la delicatezza della questione attinente alla sussistenza del primo presupposto, il Collegio ritiene opportuno premettere alcune considerazioni sulla portata della disposizione legittimante il diritto di recesso del socio di minoranza di società eterodiretta, onde orientarsi nella decisione del caso in esame.

1. Secondo la stessa previsione dell'art. 2497 quater lett. c) c.c. l'inizio e la cessazione di un'attività di direzione e coordinamento - così come il "cambio" del controllo (*rectius* del soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento) - assumono rilievo ai fini del riconoscimento del diritto alla liquidazione della quota sociale unicamente nella misura in cui detti fatti possano in concreto comportare una modifica in senso deteriore delle condizioni di rischio di investimento sussistenti prima dell'evento considerato dalla norma, così dovendosi intendere - in linea con l'orientamento dottrinale prevalente - il concetto di "alterazione":

a. in tal senso convincono tanto un elemento letterale: il legislatore, infatti, ha utilizzato all'art. 2497 quater, co. 1, lett. "c" l'espressione "alterazione ... delle condizioni rischio" in senso chiaramente peggiorativo (sia pure relativamente alle aspettative che avevano orientato quel socio ad un certo investimento), poiché quando ha voluto dare rilievo a una "qualsiasi" modifica, ha utilizzato una diversa (e appropriata) terminologia: come avvenuto alla lettera "a" del medesimo articolo che si riferisce a un "mutamento" dello scopo sociale e a una "modifica" dell'oggetto sociale che "alterino" (appunto) "in modo sensibile e diretto le condizioni economiche e patrimoniali della società" ove con "alterino" è ragionevole pensare il legislatore abbia inteso "peggiorino", poiché ove le condizioni economiche e patrimoniali della società migliorassero o restassero invariate non si comprende quale protezione sarebbe necessario accordare (con il diritto di *exit*) al socio di minoranza, a fronte di scelte strategiche legittime della maggioranza;

b. quanto un elemento sistematico: la *ratio* della previsione si rinviene infatti nell'esigenza di tutelare l'interesse al disinvestimento del socio di minoranza rispetto agli effetti anche solo potenzialmente pregiudizievoli di operazioni decise dalla maggioranza; poiché un'esigenza di tutela, per definizione non può che sorgere a fronte di un possibile pregiudizio, appare corretto concludere che detta specifica tutela andrà riconosciuta al socio di minoranza a fronte di un (possibile) deterioramento della sua posizione, quindi in corrispondenza di modifiche (ingresso o uscita da un gruppo o cambio del soggetto che esercita la direzione e il coordinamento) che siano idonee a produrre un simile deterioramento in quanto, caso per caso, appaiano incidere su quegli elementi che - ragionevolmente - hanno inciso nella scelta originaria di destinare la ricchezza in una determinata direzione e di mantenerla sino al termine di durata della società; in questo senso la norma sembra introdurre una tutela "preventiva" a fronte di obiettivi segnali che prospettino quel deterioramento delle condizioni di investimento che, *ex post* - tradottisi in un danno alla redditività e al valore della partecipazione - gli darebbero diritto *ex art. 2497 c.c.* al risarcimento; una tutela, quindi, per così dire "reale", e perciò dotata di maggior effettività;

c. non si tratta quindi - come emerge dallo stesso parere *pro veritate* prodotto in causa - di una norma volta a consentire al socio di minoranza in presenza di determinate operazioni di negoziare quella quota che fisiologicamente difficilmente trova "mercato", e, quindi, a offrirgli in un certo senso un "occasione vantaggiosa di disinvestimento"; siffatte intenzioni avrebbero richiesto ben altre esplicite disposizioni¹.

*

In caso di contestazione, è colui che assume di aver maturato tale diritto, evidentemente, a dover dimostrare che si sono verificate siffatte "modifiche".

¹ Come quelle del T.U.F, che si propongono di correggere le disfunzioni provocate dalla "separazione" fra proprietà e controllo, bilanciando l'interesse alla contendibilità della società con i diritti dei soci meri investitori cui permettono loro di uscire a fronte del cambio del controllo condividendo il "premio di maggioranza" onde recuperare quel minor valore che la loro azione scunterebbe per non partecipare al controllo della società.

Ed è proprio con riguardo a questo onere della prova che si misura la delicatezza dell'interpretazione in concreto del presupposto costitutivo dell'"alterazione delle condizioni di rischio", poiché, da un lato, essa potrebbe essere così restrittiva da compromettere la tutela che la norma intende assicurare, dall'altro, potrebbe finire per non tenere in adeguata considerazione i contrapposti interessi, meritevoli di tutela, che senz'altro il legislatore ha tenuto presente quando ha subordinato lo strumento di tutela accordato (il diritto di recesso, di interrompere cioè anticipatamente il rapporto sociale ed ottenere la restituzione di un conferimento astrattamente destinato a restare a disposizione della società fino al termine originariamente convenuto nel contratto sociale) alla presenza di taluni presupposti²: interessi quali la continuità dell'impresa e la tutela dei creditori sociali, dato che lo scioglimento anticipato del rapporto sottrae ricchezza alla singola impresa e con essa al sistema economico. In definitiva nell'approcciare siffatti casi deve tenersi conto del fatto che la norma non ha inteso concedere al socio di minoranza - in caso di inizio o fine o mutamento di un'attività di eterodirezione - un diritto di *exit, tout court*, una possibilità di guadagno, che addirittura permetta anche al socio di minoranza di godere dei vantaggi che il socio di maggioranza può negoziare - in termini di valorizzazione del pacchetto di controllo - con il terzo acquirente (prospettiva che sembra, invece, aver ispirato nella fattispecie la condotta di Comititalia); bensì ha semplicemente inteso fare in modo che dalle scelte strategiche legittime del socio di maggioranza, il socio di minoranza non tragga pregiudizio.

*

Il caso di specie offre una rappresentazione emblematica della complessità della fattispecie normativa in discussione: un socio - detentore del 18% del capitale - che ha, peraltro, cercato inutilmente di collocare in modo soddisfacente sul mercato la sua partecipazione fino a pochissimo tempo prima del cambio di controllo di cui si duole, rivendica la sussistenza delle condizioni (alterazione del rischio) che gli attribuirebbero il diritto di recedere dalla società, a condizioni di prezzo calibrate sul prezzo negoziato dal socio di maggioranza.

Si tratta di verificare se nel caso concreto sia stato compiutamente dimostrato che per effetto del cambio del soggetto esercente la direzione e il coordinamento si è prodotto un sostanziale deterioramento della posizione del socio; e ciò certamente sulla base, come sostiene l'attrice, di un giudizio anche di carattere "prognostico", che sappia valorizzare adeguatamente concreti indici presuntivi, ma che, tuttavia, non può ridursi ad ipotesi "pessimistiche", non suffragate da dati oggettivi e non controvertibili.

In questa prospettiva, in generale, si osserva :

- a seguito dell'acquisto di una partecipazione sociale, il socio coltiva una aspettativa agli utili e un diritto alla quota positiva di liquidazione, esponendosi al contempo, al rischio di non ricevere né l'uno - per svariate ragioni - né l'altro (nel caso la liquidazione non lasci margini positivi);

- in linea di principio, quindi, si dovrebbero ritenere "alterate" le condizioni di rischio dell'investimento allorché si ravvisi che l'ingresso o l'uscita dal gruppo - o il cambio della società esercente l'attività di direzione e coordinamento - abbia determinato o rischi in concreto di determinare un impatto negativo sull'equilibrio patrimoniale e finanziario della società e/o, sul valore della partecipazione, e/o sulle prospettive reddituali della società eterodiretta, e di conseguenza, sulle aspettative reddituali che il socio nutrive prima di questo cambiamento.

Ciò detto, il Collegio reputa che nella fattispecie posta alla sua attenzione Comititalia (*alias* Sparkling Investment S.A., società lussemburghese di proprietà della famiglia Da.) non abbia dato dimostrazione del proprio assunto:

- la circostanza per cui, a seguito del trasferimento della partecipazione a GPo Holding, Pomellato "ha smesso di essere il centro di riferimento di un gruppo 'familiare' italiano (...)" ed è divenuta parte integrante di un grande gruppo multinazionale operante in differenti settori"

² Che non si tratti società quotata; che dal mutamento del soggetto esercente il controllo derivi una alterazione delle condizioni di rischio; che non via sia stata una possibilità alternativa di disinvestimento.

risulta, in sé, inconferente rispetto all'onere probatorio come sopra chiarito, poiché non vi è alcun indice che, in concreto, permetta di affermare che il mutamento del “contesto” di riferimento abbia inciso o possa incidere negativamente sull'attività d'impresa; anzi:

- a fronte dell'ingresso nel Gruppo Kering, Pomellato ha mantenuto invariata l'originaria struttura nell'ambito del mercato dei gioielli, vedendo, però, al contempo implementata la (già sussistente) vocazione internazionale dell'azienda, in un'ottica di sviluppo dei negozi monomarca nel mondo;

- ed ha mantenuto l'originaria architettura degli organi di gestione e di controllo e la conferma dello stesso *management* (An. Mo. nel ruolo di amministratore delegato), elementi sintomatici di una sostanziale continuità nella gestione aziendale, e nel *business plan*, inidonea a fondare un giudizio di “prevedibilità” in ordine al peggioramento delle condizioni di investimento del socio Comitalia;

- anche la posizione di Comitalia all'interno di Pomellato è rimasta del tutto invariata: è rimasta unico socio di minoranza, che ha mantenuto la stessa percentuale del capitale sociale, cui, come prima, non è collegato - né per legge né per patti statutari o parasociali - alcun diritto relativo alla *governance* di Pomellato o di interferenza nelle scelte di gestione;

- la preoccupazione di Comitalia per cui “nell'ambito delle proprie strategie” Kering potrebbe in futuro anche decidere di adottare “politiche imprenditoriali intese a favorire alcune società controllate, a scapito degli interessi e delle aspettative della sola Pomellato” risulta del tutto ipotetica e sfornita di qualsiasi riscontro probatorio anche solo presuntivo, essendo pacifico (non contestato) che tutti i brand acquisiti dal gruppo Kering, quali ad esempio Gucci o Bottega Veneta, grazie al supporto finanziario della casa madre, si sono ampiamente sviluppati, e che nessuno è concorrente diretto di Pomellato (come invece lo è Damiani);

- altrettanto deve dirsi per la preoccupazione “che il nuovo azionista della società possa in ipotesi (...) decidere di attuare investimenti (...) ed importanti operazioni di aumento del capitale sociale”: da un lato, si tratta di una preoccupazione del tutto ipotetica e non ancorata ad alcun elemento o segnale concreto che ne confermi l'attendibilità; dall'altro va osservato che si tratta di una astratta possibilità che si sarebbe potuta verificare anche in assenza del mutamento del socio di controllo, qualora, per esempio, la necessità di far fronte alle difficoltà della congiuntura economica fosse sfociata, anziché nella vendita del pacchetto di controllo, nell'ingresso di un socio forte, “finanziatore”;

del tutto inconferente, poi, rispetto al timore dell'attrice di essere costretta a nuovi esborsi onde tutelare il valore del proprio investimento, è il richiamo (in memoria 183 VI n. 2 c.p.c.) al fatto che il CdA di Pomellato abbia proceduto a richiamare i decimi residui del valore nominale sottoscritti da Comitalia ma non ancora versati, atteso che detto versamento attiene semplicemente ad un risalente debito di Comitalia, frutto di un'obbligazione sorta già con la sottoscrizione;

- del tutto infondata, poi, appare la deduzione per cui la stipulazione di un contratto di *cash pooling* di Pomellato con la società “tesoriera” del Gruppo, costituirebbe uno svantaggio per la società in quanto comporterebbe “una diminuzione degli spazi di autonomia dei quali essa precedentemente godeva”: è, infatti, evidente che detta scelta, lungi da comportare svantaggi, crea indubbi vantaggi per la società, che, grazie alla c.d. funzione di tesoreria accentrata, può fare affidamento sulla possibilità di finanziarsi in misura maggiore e ad un costo inferiore (tanto da avere azzerato, com'è affermato in causa e non contestato, immediatamente la sua esposizione finanziaria nei confronti delle banche e ridotto in modo significativo gli oneri finanziari);

- anche la preoccupazione che la nuova società controllante persegua “(...) il costante reinvestimento degli utili” con conseguente perdita per Comitalia della “reddittività immediata del proprio investimento, appare solo teorica:

se la deduzione in fatto per cui Pomellato avrebbe “smesso di distribuire i dividendi” in quanto avrebbe intenzione di “trattenere il profitto generato per destinarlo a una logica di reinvestimento all'interno del gruppo” (cfr. comparsa conclusionale di Comitalia, pag. 21) non

è neppure ammissibile poiché allegata per la prima volta in comparsa conclusionale – come controparte non ha mancato di eccepire³, si può comunque osservare:

- anzitutto, come sottolinea Pomellato, che si tratta di affermazione contraddittoria, in quanto se realmente la controllante Kering avesse voluto “dedicare maggiori energie ed investimenti a uno [degli altri brand da essa detenuti] a discapito di Pomellato o peggio distrarre risorse, idee e opportunità da Pomellato per indirizzarle ad altri brand” – come sostiene controparte (cfr. pag. 20, comparsa conclusionale) – Kering avrebbe deliberato proprio la distribuzione degli utili di Pomellato, in modo da poter destinare le risorse rinvenute dall’attività di quest’ultima a vantaggio di altre società del gruppo;

- il reinvestimento degli utili conseguiti dalla società per sviluppare e potenziare nuove iniziative imprenditoriali (anche facenti capo alle sue controllate) è, una scelta gestionale, da un lato, che va a beneficio anche del socio di minoranza, nell’ottica di incremento del valore della sua partecipazione; dall’altro del tutto fisiologica, specialmente in una congiuntura economica notoriamente recessiva, e nulla esclude che potesse essere assunta a prescindere dal cambio del controllo;

- il rischio che Comitalia sembra paventare di trovarsi “prigioniero” quale socio di minoranza di una società che reputasse necessario per un certo tempo perseguire una strategia di reinvestimento egli utili (o fosse a ciò costretta dalla congiuntura per mantenere un adeguato livello di patrimonializzazione anche in funzione dell’accesso al credito) era presente anche prima dell’ingresso di Pomellato nel Gruppo Kering (la stessa Comitalia/Da. aveva cercato di disinvestire conferendo apposito mandato a Mediobanca e, stante l’insuccesso del tentativo di trovare un soggetto interessato sul mercato, si è rivolta a Ra.Mo. con cui le trattative sono fallite in data 26 novembre 2012); del resto le modalità con cui il gruppo Damiani è entrato in Pomellato, pur legittime, non hanno, certo, favorito al tempo la negoziazione di quelle clausole (*tag along*) che avrebbero assicurato il socio di minoranza nell’ipotesi un cui il socio di maggioranza avesse deciso di cedere la sua quota ad un terzo;

- in ogni caso questo solo aspetto dell’alterazione delle condizioni del rischio nel caso concreto - anche per la necessaria contingenza di una siffatta possibile scelta gestionale che non potrebbe, se non integrando un classico caso di “abuso di maggioranza”, assumere connotazione di ingiustificata sistematicità - non potrebbe in sé sola offrire riscontro positivo del presupposto di complessiva alterazione in senso peggiore delle condizioni di rischio dell’investimento nel caso di specie: ove tutti gli altri indicatori esaminati offrono elementi di segno opposto, che portano, cioè, a ritenere che, con l’ingresso del Gruppo Kering, le future prospettive di sviluppo di Pomellato siano migliorate, e che di conseguenza siano migliorate anche le condizioni di rischio dell’investimento di Comitalia/Da..

In conclusione, il Collegio ritiene che il trasferimento della partecipazione maggioritaria della società Pomellato S.p.A. da Ra.Mo S.p.A. a GPO Holding s.a.s. non abbia inciso negativamente sulle condizioni di rischio che caratterizzavano l’investimento del socio di minoranza Comitalia S.p.A. prima dell’ingresso di Pomellato nel gruppo Kering, né conseguentemente, che sia sorto in capo a Comitalia il preteso diritto di recesso.

Anche solo per tali ragioni, la domanda sub 1) di parte attrice deve essere rigettata.

*

3.2 Sulla proposta irrevocabile di acquisto formulata da GPO Holding s.a.s.

Anche se la mancanza del presupposto di cui sopra assorbe ogni questione posta dalla domanda di Comitalia, si osserva che anche la condizione ostativa all’esercizio del diritto di recesso, prevista dall’art. 2947 quater lett. c) è risultata nella specie sussistere.

³ Così come è inammissibile la allegazione per cui l’utile netto della società avrebbe subito una considerevole riduzione a seguito dell’ingresso di Kering quale socio di controllo, quantunque smentita dalla Pomellato che ha dichiarato di aver conseguito un rilevante aumento dell’utile netto che è passato da 6,8 milioni di euro a oltre 10 milioni di euro.

Invero l'offerta di acquisto della partecipazione, anche se privata⁴, esclude il diritto al recesso e alla liquidazione della partecipazione ogni qual volta rappresenti una valida alternativa di disinvestimento.

Parte attrice ha contestato : a) che vi sia stata una offerta vincolante; b) che questa offerta fosse idonea a escludere il recesso: i) in quanto non prevedeva la possibilità di acquisto parziale delle azioni; ii) in quanto il prezzo offerto non era congruo .

a) sul fatto che il Gruppo Kering fece una proposta vincolante di acquisto.

Prescindendo da tutte le questioni – ampiamente dibattute ma irrilevanti – circa il fatto che Ra.Mo. avesse o meno comunicato a Comitalia che stava valutando diverse opzioni strategiche circa il riassetto dell'azionariato onde far fronte al periodo di recessione economica e garantirsi prospettive di sviluppo⁵, o dovesse o non dovesse comunicare al socio di minoranza i termini e i dettagli delle trattative che aveva in corso, rileva in proposito che:

- in data 5.7.2013 è avvenuto il trasferimento della titolarità delle azioni Pomellato;
- il 24.7.2013 il C.d.A di Pomellato ha informato Comitalia del perfezionamento del trasferimento della partecipazione di controllo;
- il 31.7.2013 Comitalia ha dichiarato di esercitare il recesso per sole 100.000 azioni (pari all'1% del capitale posseduto);
- il 2.8.2013 il dott. Mo. comunicava al legale di Comitalia che il Cda riteneva esclusa ad una prima valutazione la sussistenza dei presupposti del recesso e ciò sia in considerazione della mancata alterazione delle condizioni di rischio, sia alla luce dell'offerta vincolante presentata da Kering (doc. 4 Pomellato)
- il 6 agosto Comitalia ha notificato a Pomellato l'atto di citazione per far accertare la sussistenza del diritto di recesso.

Dunque è certo che il Gruppo Kering aveva sottoposto al dott. Da. per il tramite del proprio *advisor* Mediobanca (in due occasioni: in via preliminare il 13.6.2013 e quindi in via definitiva il 21.6.2013) una proposta irrevocabile di acquisto dell'intera partecipazione azionaria detenuta da Comitalia/Da. in Pomellato, per un corrispettivo pari a 36 milioni di euro (doc. 3 Pomellato), offerta che, quantomeno, aveva senz'altro permesso se non all'attrice, mera fiduciaria, certamente al soggetto sostanzialmente interessato, di conoscere la valorizzazione delle azioni che Kering intendeva effettuare per l'ipotesi di recesso.

Il fatto che l'esistenza di una proposta d'acquisto datata 21.6.2013 (ed indirizzata a Comitalia, Sparkling Investment e Gu. Da.), la sua preliminare comunicazione per il tramite dell'*advisor* al dott. Da. in data 13.6.2013 (fatto pacifico), la sua successiva discussione - tra il dott. Gu. Da. e il dott. Pu. per Mediobanca il 21.6.2013, e poi tra il dott. Da. e il dirigente finanziario del Gruppo Kering, dott. Du. (fatto altrettanto pacifico) siano state del tutto sottaciute dall'attrice – che in atto di citazione non vi ha fatto cenno neppure per sostenere che essa non fosse, in effetti, un'offerta ai sensi di legge ma una “mera bozza”, come, poi, sostenuto in replica - fa quanto meno apparire del tutto fuori luogo le disquisizioni sulla “lealtà” e l'assenza di “collaborazione” di controparte negli affari, e infondate le affermazioni circa il fatto che fino

⁴ Sebbene letteralmente l'art. 2497 quater lett. c) faccia riferimento alla “offerta pubblica di acquisto”, in dottrina si ritiene comunemente che possa trattarsi anche di un'offerta privata d'acquisto, che garantisca al socio la possibilità di disinvestire a valori congrui. Nel caso di specie poi, essendoci un unico azionista di minoranza, non avrebbe in ogni caso avuto senso rendere pubblica l'offerta di acquisto.

⁵ Anche se è acclarato che il dott. Da. è stato informato di persona in merito alla possibile futura cessione di Pomellato nel corso di quattro incontri: il primo in data 27 febbraio 2013 con il dott. Mo. (a.d. di Pomellato), il secondo e il terzo, in data 13 e 21 giugno 2013, con il dott. Pu. di Mediobanca (incaricata da Kering) e il quarto il 3.7.2013 direttamente con il dott. Du. di Kering stessa. E già prima (doc. 3 e 4 Ra.MO) il 4.3.2013 il dott. Mo. AD di Ra.Mo e Pomellato scriveva al dott. Da. “mi ha fatto piacere vederti settimana scorsa per darti un aggiornamento sugli sviluppi relativi ai possibili riassetti strategici in Pomellato. La stampa è sempre molto superficiale nel dare indicazioni ed è meglio sentirsi di persona su questi temi più sensibili”.

alla data del *closing* (5.7.2015) Comitalia, e per essa il suo Fiduciante, nulla sapessero delle trattative in corso e soprattutto nulla sapessero della valorizzazione delle proprie azioni nell'ipotesi di recesso.

Ciò nondimeno resta da stabilire se sia fondata la difesa di parte attrice, secondo la quale quella ricevuta dal dott. Gu. Da. (a) costituirebbe una "mera bozza" (avente lo scopo di anticipare in via confidenziale una successiva offerta formale) da non potersi considerare "in concreto sostitutiva (e dunque, in diritto, impeditiva dell'attivarsi) della tutela assicurata dal diritto di recesso"; (b) tale "semplice bozza" sarebbe stata esibita e consegnata "in via confidenziale e riservata", da un rappresentante di Mediobanca, nella sua qualità di *advisor*, al dott. Da., ma mai spedita formalmente alla società fiduciaria Comitalia S.p.A. (socio formale di Pomellato).

Ad avviso del Tribunale la difesa sul punto di Comitalia/Da. non convince:

- anzitutto l'esame del documento prodotto - così come la documentazione di causa relativa al comportamento complessivamente tenuto dalle parti successivamente⁶ - inducono a concludere che la scrittura del 21.06.2013, lungi dall'apparire come una "bozza", non può che essere interpretata come una compiuta proposta irrevocabile d'acquisto: essa, infatti:

- è redatta su carta intestata del Gruppo Kering, è rivolta a Comitalia a Sparkling e al dott. Da.;

- contiene tutti gli elementi essenziali di una proposta di acquisto e, segnatamente: le obbligazioni delle parti, il numero di azioni oggetto della cessione ed il prezzo di acquisto; il periodo di irrevocabilità dell'offerta (sino al 28.6.2013);

- l'indicazione delle modalità di accettazione;

- la sottoscrizione in calce e la siglatura in ogni pagina;

- in secondo luogo, riesce davvero difficile comprendere - soprattutto in quell'ottica di buona fede, collaborazione e salvaguardia dell'interesse sostanziale della controparte di un contratto o di una trattativa che Comitalia/Da. dichiara di tenere in gran conto - come una siffatta "offerta d'acquisto" (come tale definita in "oggetto") completa sotto tutti i profili e sottoscritta, possa essere stata dall'*advisor* "consegnata", sì, ma solo "in via confidenziale e riservata" al soggetto che, in sostanza, era l'unico che poteva dire un "sì" o un "no", (atteso che, certo, il potere di accettare o rifiutare l'offerta non spettava a Comitalia, ma a Sparkling Investment ovvero, in ultima analisi al dott. Da., che, di Sparkling era il legale rappresentante oltre che socio, e che ha discusso l'offerta con l'*advisor* di Kering e con Kering stessa per mezzo del sig. Du.);

- onde appare ben più convincente la tesi di parte convenuta, per cui in un primo incontro "preliminare" (come afferma anche Comitalia) il 13 giugno 2013 il dott. Pu. sondò l'interesse di Da. a disinvestire la partecipazione in Pomellato in occasione dell'ingresso del Gruppo Kering; nel secondo incontro del 21.6.2013, data riportata anche nel documento, questo venne consegnato come proposta vincolante d'acquisto a colui che era il rappresentante del Fiduciante di Comitalia;

- stante il silenzio seguito alla proposta il sig. Du. per Kering incontrò il 3.7.2013 il dott. Da. (fatto pacifico): Comitalia nega che detto incontro fosse stato richiesto per discutere dell'offerta pur non offrendo un'alternativa giustificazione del fatto che, scaduto il termine della proposta vincolante, il Direttore Finanziario del Gruppo avesse richiesto di incontrare il dott. Da. (ragionevole apparendo, altresì, che, come sostengono i convenuti, Du. intendesse manifestare a Da. la disponibilità a tener ferma la proposta, che, invero, venne ripetuta anche il 24.1.2014 - per l'intero pacchetto azionario ovvero solo per l'1% - e rifiutata, questa sì, formalmente da Da. stesso, che, quindi, se aveva il potere di rifiutare una offerta era evidentemente anche il soggetto realmente legittimato a riceverla);

- conferma, infine, la tesi dei convenuti circa la formulazione ufficiale di quest'offerta, il fatto che, subito dopo la dichiarazione di Comitalia di voler esercitare il recesso per 100.000 azioni, ovvero il 2.8.2013, il dott. Mo., AD di Pomellato, avesse scritto al legale di Comitalia per

⁶ Cfr. lettera di Du. al dott. Da. in data 30.8.2013 sub doc. 7 Ra.MO: "il nostro consulente Mediobanca la ha incontrata inizialmente il 13 giugno 2013 per comprendere le sue intenzioni al riguardo, e poi il 21 giugno 2013 per presentare un'offerta vincolante alla quale per inciso non avete mai formalmente risposto".

significargli che il Cda riteneva esclusa, ad una prima valutazione, la sussistenza dei presupposti, del recesso in considerazione non solo della mancata alterazione delle condizioni di rischio, ma anche alla luce dell'offerta vincolante presentata da Kering).

b) sul fatto che della proposta fosse idonea alternativa alla dismissione tramite recesso.

Comitalia onde contestare, in subordine, l'idoneità della offerta consegnata il 21.6.2013 ha sostenuto che il prezzo di acquisto proposto (pari a 20 euro per azione, e quindi alla complessiva somma di 36.000.000 di euro) sarebbe stato "incongruo" (argomento che vale altresì con riguardo alla seconda proposta vincolante che Kering ha comunicato a Comitalia/Da. una volta ricevuta da Pomellato l'atto di citazione della presente causa) e che la proposta non prevedeva come avrebbe - in tesi - dovuto la possibilità di dimettere solo parte della partecipazione.

Si tratta, tuttavia, sotto entrambi i profili di una contestazione infondata avuto riguardo ai seguenti elementi:

- l'offerta di cui parla l'art. 2497 quater lett. c), è pacifico non debba essere necessariamente (specie nel caso in cui vi sia un solo azionista) un'"opa", essendo invece sufficiente si tratti di un'offerta "privata" (volontaria): (i) rivolta a tutti gli azionisti per la totalità dei loro titoli; (ii) per un prezzo equo, ossia un prezzo che non sia significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all'art. 2437 ter c.c.;

- il prezzo d'acquisto pari ad euro 20 per azione (indicato sia il 21 giugno 2013 sia il 20 gennaio dell'anno seguente) rappresentava il valore "più alto" tra quelli che il Collegio Sindacale aveva ritenuto di indicare come prezzo congruo pochi mesi prima quale corrispettivo per l'acquisto di una partecipazione di minoranza di un ex socio di Pomellato (il dott. Fa.);

- Comitalia ha contestato tale prezzo sostanzialmente affermando che per valutare la congruità del corrispettivo offerto dal Gruppo Kering, quale "valore di mercato" (ex art. 2437 ter, co. 2, cod. civ.) non avrebbe dovuto essere considerato il prezzo (approvato dal Collegio Sindacale) di acquisto di una partecipazione di minoranza (che, come quella di Comitalia, non garantiva alcun particolare diritto), bensì il prezzo pagato dal Gruppo Kering a Ra.Mo. per l'acquisto dell'81% del capitale sociale di Pomellato (ed è, invero, per questo che per gran parte del contraddittorio Comitalia si è lamentata del fatto che Ra.Mo non avesse condiviso il contenuto delle trattative in corso con Kering ed i termini dell'offerta ricevuta);

- ebbene - fermo restando che sulla congruità dell'offerta appaiono lineari e convincenti le argomentazioni con cui si è espresso il prof. Gu. nel parere espresso su richiesta di Pomellato all'indomani della dichiarazione di recesso fatta da Comitalia, e nella relativa integrazione volta a replicare al parere prodotto in causa sul punto dall'attrice - la contestazione in tali termini svolta da Comitalia è infondata:

- se, come si è detto in premessa, è indubbio che la disciplina del diritto di recesso sia volta a tutelare i soci di minoranza, garantendo a questi ultimi - in presenza di determinate condizioni - la possibilità di cedere le proprie azioni ad un prezzo congruo, è altrettanto indubbio che essa non intende avvantaggiarli, come avverrebbe se garantisse un diritto di exit alle stesse condizioni della partecipazione di maggioranza o a condizioni calibrate sulla valorizzazione ottenuta dal socio di maggioranza;

la pretesa di assumere quale valore di riferimento per la determinazione del prezzo di recesso il corrispettivo pagato dal Gruppo Kering per l'acquisto di una partecipazione di controllo (influenzato da un considerevole "premio di maggioranza") non trova alcuna giustificazione nella norma invocata ed, anzi, pare in contrasto con una lettura sistematica, poiché il legislatore laddove ha inteso assicurare ai soci di minoranza il medesimo trattamento economico di cui beneficia il socio di maggioranza ha espressamente previsto una disposizione in tale senso, come nel caso dell'art. 106 del TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie; pertanto il riferimento al "valore di mercato" contenuto nell'art. 2437 ter cod. civ., è volto ad assicurare che il prezzo pagato - oltre a tener conto della "consistenza patrimoniale della società" e delle sue "prospettive reddituali" - sia in linea con il prezzo che presumibilmente sarebbe disponibile a pagare un compratore terzo per quella specifica partecipazione;

appare dunque conforme al dettato normativo (e alla *ratio* dell'art. 2437 ter) che il "valore di mercato" nel caso di specie sia stato determinato tenendo conto delle peculiari caratteristiche della società, della "qualità" della partecipazione oggetto di potenziale recesso (ossia, l'essere tale partecipazione rappresentativa di una minoranza azionaria) e delle cessioni che avevano interessato in tempi recenti altre partecipazioni di minoranza (peraltro la valutazione utilizzata per l'acquisto della partecipazione del dott. Fa. – avallata dal Collegio Sindacale – era stata predisposta sulla base delle risultanze di un *advisor* di primo piano, quale Credit Suisse);

- infine l'offerta, onde essere "idonea", non doveva necessariamente contemplare la possibilità di una dismissione parziale, come pretende parte attrice, dovendo in effetti, per legge garantire al socio di minoranza solo una valida alternativa di *exit* rispetto all'esercizio del recesso, qual è anche l'offerta di acquisto dell'intera partecipazione .

In conclusione:

- Comitalia non ha dimostrato sussistessero le condizioni per l'esercizio del recesso per effetto della scelta di Ra.Mo. di cedere la partecipazione in Pomellato a GPo Holding, onde anche il recesso esercitato dall'attrice per l'1% del capitale sociale deve ritenersi illegittimo;

- Comitalia, invero, non ha neppure dimostrato di essere stata costretta ad esercitare il recesso solo per poche azioni dal fatto di non conoscere il prezzo al quale l'asserito diritto di recesso avrebbe potuto essere esercitato, poiché, per quanto detto poco sopra, era perfettamente al corrente della valorizzazione che Kering intendeva fare del suo pacchetto azionario: nel momento in cui ha deciso di non accettare l'offerta di Kering, così come nel momento in cui ha dichiarato di voler recedere solo parzialmente, aveva a propria disposizione tutti gli elementi per poter assumere una scelta consapevole in merito all'opportunità, o meno, di "*exit*" (e ciò a prescindere dal fatto che il diritto di recesso non fosse in effetti maturato in capo a Comitalia)

*

3.4 Sulla responsabilità di Ra.Mo S.p.A.

Stante quanto precede è evidente che deve essere rigettata l'ulteriore domanda volta all'accertamento della responsabilità di Ra.Mo. S.p.A. per violazione degli obblighi di corretta gestione, ed in particolare delle regole di correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c., per non aver offerto nessuna comunicazione al socio di minoranza dell'operazione in corso; condotta che avrebbe costretto Comitalia ad esercitare il diritto di recesso in modo solo parziale e - stante l'indisponibilità di qualsivoglia informazione in ordine al valore delle azioni - ad avviare il presente giudizio per monetizzare utilmente il proprio investimento azionario.

Ra.MO avrebbe deliberatamente violato obblighi informativi e di trasparenza derivanti dai principi di buona fede e correttezza nei rapporti contrattuali (pacificamente valevoli anche nell'esecuzione del contratto sociale) sottacendo la volontà di procedere alla cessione della propria partecipazione azionaria in Pomellato e le specifiche modalità con cui la stessa si sarebbe realizzata.

Infatti:

- Comitalia/Da. non aveva diritto di recesso;

- in ogni caso:

- come correttamente dedotto dalla convenuta, non è in alcun modo configurabile in capo al socio di maggioranza un obbligo giuridico di rendere dettagliatamente edotto il socio di minoranza delle trattative di cessione della partecipazione di controllo, e ciò anche in considerazione, nel caso di specie, della duplice posizione della Comitalia – Da. quale socio e *competitor* sul mercato della Pomellato S.p.A.;

- come si evince dai documenti già richiamati (compresa la proposta d'acquisto) e dal contraddittorio, l'interessato reale, sostanziale, era stato informato della trattativa in corso e del prezzo cui l'acquirente intendeva valorizzare le azioni di minoranza;

onde l'esercizio solo parziale del diritto di recesso (per l'1% del capitale sociale) va considerato frutto di una scelta consapevole dell'attrice: l'offerta ricevuta, a prescindere dal fatto valesse ad escludere il diritto di recesso, certamente è valsa ad escludere che l'attrice possa vantare un diritto ad essere risarcita del danno che avrebbe in tesi subito per "non essere

stata messa tempestivamente in condizione di conoscere la valorizzazione delle proprie azioni”.
(*Omissis*)

P.Q.M.

Il Tribunale di Milano, sez. Specializzata in materia di Imprese -B, definitivamente pronunciando, ogni diversa istanza disattesa o assorbita:

1. respinge le domande formulate da parte attrice Comitalia S.p.A. nei confronti di Pomellato S.p.A.;
2. respinge le domande formulate da parte attrice Comitalia S.p.A. nei confronti di Ra.Mo. S.p.A.;
3. respinge la domanda formulata da Ra.Mo. S.p.A. di condanna dell’attrice Comitalia S.p.A. ex art. 96 comma 3° c.p.c.;
4. condanna Comitalia S.p.A. a rifondere in favore delle società Pomellato S.p.A., Ra.Mo S.p.A. e GPo Holding s.a.s. le spese di lite che si liquidano per ciascuna in euro 60.000,00 per compensi, oltre rimborso forfettario del 15 % su compensi, IVA e CPA, come per legge.

(1-2-3-4-5) Il recesso del socio all’inizio e alla cessazione dell’attività di direzione e coordinamento ex art. 2497-quater, primo comma, lett. c), c.c..

SOMMARIO: 1. *La fattispecie.* – 2. *Il recesso come strumento atto a garantire il disinvestimento. L’art. 2497-quater, primo comma, lett. c), c.c..* – 3. *La condizione positiva: l’alterazione delle condizioni di rischio.* – 4. *Le condizioni ostative: la soggezione a quotazione e l’offerta pubblica di acquisto.*

1. Il caso esaminato dal Tribunale di Milano rappresenta una fattispecie di notevole interesse sia perché rappresenta un importante precedente in un campo che la giurisprudenza non era stata ancora chiamata ad esplorare, sia perché interviene con autorevolezza a riordinare taluni principi generali dell’ordinamento che, partendo dal recesso, attraversano la tematica dei gruppi e arrivano a lambire la disciplina della sollecitazione al disinvestimento.

Prima di analizzare le questioni giuridiche sottese è necessario ripercorrere brevemente i presupposti fattuali che hanno condotto il Tribunale meneghino a escludere la configurabilità del diritto di recesso ex art. 2497-quater, primo comma, lett. c), c.c..

La Pomellato S.p.A. è una società, non quotata, specializzata nella produzione e commercializzazione di prodotti preziosi ed è titolare di noti marchi del settore del lusso. Il socio di minoranza Comitalia S.p.A. è titolare di una partecipazione pari al 18% del capitale sociale della Pomellato S.p.A. e, nella ricostruzione di parte convenuta, sarebbe entrato nella compagine sociale nel 2002 all’insaputa e senza il gradimento del socio fondatore che si sarebbe trovato come socio un importante *competitor* (essendo Comitalia la fiduciaria del Gruppo Damiani). Fino alla cessione della partecipazione di maggioranza il socio di minoranza non è mai stato coinvolto nelle scelte gestorie che sono state esclusivamente assunte dagli amministratori espressione del socio di maggioranza.

Avuta notizia che era in corso la cessione della partecipazione di controllo a un gruppo francese, il socio di minoranza ha lamentato di non essere stato preventivamente informato e ha comunicato, previa richiesta di determinazione del valore di recesso, di esercitare il diritto a lui spettante ex art. 2497-quater, primo comma, lett. c), c.c. non sulla totalità della propria partecipazione, ma sull’1% del capitale sociale.

Il socio di minoranza della Pomellato S.p.A., a fronte del diniego del diritto di recesso da parte della società, ha quindi citato in giudizio quest’ultima, nonché il precedente socio di controllo al fine di ottenere l’accertamento giudiziale del proprio diritto di recesso e l’accertamento della responsabilità del socio di maggioranza per abuso di direzione e coordinamento e per la

violazione dei doveri di buona fede e correttezza in occasione della cessione della partecipazione di controllo¹.

All'esito del giudizio il Tribunale ha respinto le argomentazioni di parte attrice, concludendo che non vi è stata una alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e quindi è risultata mancante la condizione positiva richiesta dalla norma e, comunque, si è verificata la condizione ostativa al diritto di recesso essendo stata fatta al socio di minoranza un'offerta di acquisto della propria partecipazione.

2. La concessione di ulteriori ipotesi di recesso, aggiuntive a quelle previste nell'ambito dei singoli tipi societari, per le società che sono parte di un gruppo, è stata operata dal legislatore della riforma del 2003 nel contesto della stesura delle regole specifiche dettate, agli artt. 2497 ss. c.c., al fine, come espressamente enunciato nella delega all'esecutivo, di riconoscere adeguate forme di tutela al socio esterno all'attività di direzione e coordinamento². Del resto il meccanismo del recesso risponde a una esigenza di disinvestimento che è tanto più marcata quanto più è ristretto il mercato di riferimento della partecipazione azionaria nella società da cui il socio vuole uscire³. Non è un caso infatti che nelle società quotate il recesso abbia, per converso, un'incidenza notevolmente inferiore (al di fuori delle ipotesi in cui i corsi di borsa per ragioni esogene siano inferiori alla consistenza patrimoniale della società e al prezzo di chiusura del titolo nel periodo di riferimento), rispetto alle società chiuse in cui una partecipazione di minoranza sarà di scarso interesse in assenza di speciali diritti che consentano di influire sulla *governance* o in assenza di una sua marcata redditività.

Nella disciplina dei gruppi poi, l'alterazione delle condizioni di rischio consegue a una situazione di incertezza in cui si viene a trovare il socio esterno all'attività di direzione e coordinamento che non è nella posizione di conoscere come l'ingresso o l'uscita dal gruppo

¹ Su quest'ultimo specifico punto, il Tribunale di Milano ha escluso che possa configurare responsabilità da abuso dell'attività di direzione e coordinamento e comunque comportamento contrario ai doveri di correttezza e buona fede, la condotta del socio di maggioranza che non informi dettagliatamente il socio di minoranza (nel caso di specie un concorrente della società) delle trattative in corso per la cessione della propria partecipazione.

² Sul punto si veda R. SACCHI, *Sui gruppi nel progetto Mirone*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 365 ove l'Autore si interroga sull'effettiva incisività del recesso come protezione del socio e, in generale, sulla protezione dei creditori sociali al momento dell'ingresso della società in un gruppo, e ove sottolinea che fra le adeguate forme di tutela (da ritenersi riferite al socio) il legislatore avrebbe astrattamente potuto prevedere un obbligo di acquisto da parte dei soci favorevoli all'ingresso della società in un gruppo: questa scelta avrebbe avuto il vantaggio di non comportare riduzioni patrimoniali per la società. Il legislatore della riforma, nonostante i rilevanti impatti sull'attività sociale, ha però, salvo in sporadici casi, come nella fattispecie di cui all'art. 2355-bis c.c., privilegiato il meccanismo del recesso come strumento atto a consentire il disinvestimento del socio contrario a modifiche che abbiano effetti sostanziali sulle regole alla base del contratto sociale. In questo senso deve essere letta anche la contrapposizione tra recesso, i cui costi possono essere sopportati dalla società, e offerta pubblica di acquisto, i cui costi sono sopportati dall'offerente. Sul disinvestimento tramite OPA raffrontata con la specifica ipotesi di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c., si veda C. PASQUARIELLO, *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, 2008, pp. 178 ss.. Con riferimento alla disciplina dei gruppi a livello comparato si veda il recente contributo di K. HOPT, *Groups of Companies - A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, ECGI Law Working Paper N° 286/2015. Considera il diritto di recesso uno strumento di difesa del socio di minoranza che "postula una lesione giuridicamente apprezzabile dell'interesse di costui" A.M. PERRINO, *Diritto di recesso da mutamento di direzione e coordinamento*, in *Soc.*, 2016, p. 283.

³ Sulla possibilità di riconoscere un rimedio per i soci esterni nel caso di cessioni di partecipazioni di controllo si veda l'ampio dibattito di cui si dà atto in C. CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012, pp. 9-10.

possa influire sulle condizioni di rischio del proprio investimento e, in particolare, quali siano i rapporti tra l'interesse della singola società e l'interesse del gruppo⁴.

Dall'analisi delle disposizioni specifiche dettate in materia di gruppi si vede come esse siano da un lato volte a imporre obblighi di comunicazione aggravati nell'esercizio dell'attività di impresa e, dall'altro, a imporre regole tese a ribilanciare gli interessi di coloro che, esterni all'attività di direzione e coordinamento, si trovano a relazionarsi con la società parte di un gruppo, dando loro (i) rimedi risarcitori per i casi in cui l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento venga realizzata in maniera "abusiva" (pertanto non improntata al rispetto dei principi di corretta amministrazione e gestione societaria) e (ii) diritti di disinvestimento che non sono però generalizzati, ma esercitabili esclusivamente al verificarsi di ipotesi specifiche (che quindi bilanciano l'interesse dei soggetti esterni all'attività di direzione e coordinamento con quello della società e del gruppo al perseguimento di interessi anche difformi da quelli della minoranza)⁵.

In un quadro così importante il legislatore ha però utilizzato – almeno parzialmente in maniera voluta e cosciente – una formulazione che da diversi commentatori è stata censurata come fumosa⁶ in quanto demanda all'interprete il compito di colorare i numerosi tasselli che sono rimasti se non bianchi, quantomeno grigi.

Come efficacemente già sostenuto⁷, questa particolare fattispecie di recesso è difatti costruita per consentire al socio esterno all'attività di direzione e coordinamento di uscire dalla compagine sociale nel momento in cui la società entri a far parte di un gruppo o, diversamente, nel momento in cui smetta di farne parte. Fra questi due estremi si colloca tuttavia un'ipotesi intermedia che parimenti deve essere indagata e che è stata rilevante nel caso esaminato dal Tribunale e oggetto del presente commento.

A tal proposito si possono infatti distinguere almeno tre situazioni rilevanti e correlati momenti astrattamente riconducibili alla fattispecie di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c.: il momento costitutivo dell'attività di direzione e coordinamento, ovvero quello in cui essa inizia⁸, il momento estintivo dell'attività di direzione e coordinamento, cioè quando questa per

⁴ Cfr. S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 593 ss. secondo cui l'azionista esterno "anticipa razionalmente (a) che il controllante tenderà ad adottare tutte (e soltanto) quelle decisioni che si traducono nella massimizzazione del valore del gruppo, poiché ciò consente di massimizzare l'utilità individuale del controllante stesso, b) che questo obiettivo può, in date circostanze, divergere anche sensibilmente da quello della massimizzazione del valore della società (la decisione che massimizza il valore dell'aggregato nel suo complesso è cioè quella che *non massimizza* il valore della singola società) e c) che l'ordinamento si mostra indulgente nei confronti del controllante che privilegia l'interesse del gruppo rispetto all'obiettivo di "atomistica" massimizzazione del valore della società, ove egli si premuri di far sì che ciò non si traduca in un danno per la società, garantendo di quest'ultima una gestione comunque capace di generare ricchezza (anche se non, appunto, la massima ricchezza possibile)": ciò comporterà che l'evento "ingresso nel gruppo" verrà considerato come un fattore di rischio da valorizzarsi all'atto dell'investimento. Riconoscono che "il senso e gli obiettivi della disposizione sono sufficientemente chiari", nel senso di assicurare al socio uno strumento per realizzare il valore della propria partecipazione in caso di inizio, cessazione o mutamento del gruppo G. FERRI JR, G. GUIZZI, *In tema di recesso ex art. 2497 quater, lett. c., c.c., Il recesso del socio di società di capitali*, in *Soc.*, Speciale al n. 11, 2014, p. 43.

⁵ Sul punto si veda C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 19 ss..

⁶ Di questo avviso V. CARIELLO, *Commento sub art. 2497-*quater* c.c.*, in *Società di capitali*, a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1891; A. PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 777; G.M. ZAMPERETTI, *Alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e diritto di recesso all'inizio e alla fine della direzione e coordinamento*, in *Soc.*, 2015, p. 14.

⁷ C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 62 ss..

⁸ Ai sensi dell'art. 2497-*sexies* c.c. il momento di inizio dell'attività di direzione coordinamento coincide con quello di acquisizione del controllo di cui all'art. 2359 c.c. e, quindi, nelle ipotesi di

scelta consapevole cessa di essere esercitata⁹ e il momento in cui viene a mutare il soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento su una società che già in precedenza vi era sottoposta.

Quest'ultima ipotesi, che in concreto è poi la più rilevante e che ha impegnato il Tribunale meneghino, si verifica allorquando venga trasferito il controllo di una società già soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di una società controllante, ad altra società che ha intenzione di esercitare la medesima attività.

In questa fattispecie l'interrogativo che ci si pone è se il trasferimento consenta ai soci esterni all'attività di direzione e coordinamento di recedere dalla società. In altre parole, bisogna comprendere se rilevino solamente le modificazioni oggettive della catena partecipativa del gruppo oppure anche le modifiche soggettive siano idonee ad attribuire il diritto di recesso. A tale quesito, a condizione che siano integrate le ulteriori condizioni previste dall'art. 2497-*quater* c.c., si è soliti dare risposta positiva¹⁰. Si è ritenuto infatti che una diversa lettura della

controllo di diritto, di fatto e contrattuale. La presunzione opera altresì per le società che sono tenute al consolidamento dei bilanci così come previsto dai principi contabili. Tali presunzioni sono tuttavia relative e possono pertanto essere superate dall'ente controllante. Difatti quest'ultimo potrà decidere se esercitare o meno l'attività di direzione e coordinamento. Solamente nel caso di effettiva direzione e coordinamento la società sarà soggetta alla disciplina del gruppo e quindi alle fattispecie aggiuntive di recesso previste dall'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c.. A tal proposito si deve ritenere rilevante la dichiarazione (positiva espressa) di esercizio di attività di direzione e coordinamento prevista dall'art. 2497-*bis* c.c.: il regime pubblicitario difatti non può che essere considerato manifestatore di un intento specifico della società controllante di impartire direttive alla società controllata. Diverso invece il caso in cui tale dichiarazione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento non venga fatta, o addirittura si effettui una dichiarazione di non esercizio della suddetta attività (negativa espressa): in queste ipotesi gli amministratori della società controllata non potranno perseguire interesse diverso da quello sociale della società controllata, ma in ogni caso essa potrà essere vinta dalla prova fornita dal soggetto esterno all'attività di direzione e coordinamento di esercizio (in maniera abituale e sistematica) della stessa. Sul punto C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 68 ss.. Ritiene invece che dovrebbe essere la società o chi resiste al recesso a dover provare che direzione e coordinamento non sono esercitati e che "il mutamento del controllo non ha inciso (e non può incidere) sulle condizioni di rischio" M.S. SPOLIDORO, *Questioni in tema di recesso dalle società di capitali a margine di un libro recente*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 411; sembra estendere la presunzione *ex art. 2497-sexies* c.c. all'ipotesi di alterazione delle condizioni di rischio M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, pp. 255 ss.. Con riferimento alla circostanza che non si possa venire *contra factum proprium* si veda V. FRANCESCHELLI, *I rapporti di fatto*, Milano, 1984, pp. 284 ss..

⁹ Questa eventualità potrà avvenire o per scelta della controllante di smettere di svolgere attività di direzione e coordinamento ovvero per scelte che ineriscano l'intera struttura di gruppo e che possono transitare attraverso operazioni straordinarie di fusione o in seguito alla diluizione dell'investimento che faccia venire meno il controllo della società eterodiretta. La *ratio* del riconoscimento del diritto di recesso in questa fattispecie è enucleata dall'impossibilità conseguente alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento di beneficiare dei vantaggi conseguenti alla partecipazione della società a un gruppo strutturato.

¹⁰ Così C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, II Ed., p. 192; F. ANNUNZIATA, *Commento sub art. 2497-*quater*, Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, a cura di G. Sbisà, Milano, 2012, p. 277; G. FERRI JR, G. GUIZZI, *op. cit.*, p. 44; C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 78 ss.; M. CALLEGARI, *Commento sub art. 2497-*quater**, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, pp. 2210 s.; P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, *Contr. impr.*, 2008, p. 368; R. PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, III Vol., p. 943; G. SBISÀ, *Commento sub art. 2497-*quater*, Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja e G.

disposizione in esame avrebbe un effetto pressoché abrogante del diritto di recesso di cui alla lettera c). Riconoscere il diritto di recesso ai soci esterni all'attività di direzione e coordinamento esclusivamente nel momento in cui per la prima volta la società divenga soggetta a direzione e coordinamento o solo alla sua cessazione formale, farebbe sì che, in concreto, tale eventualità si verifichi solamente in ipotesi tanto limitate (e molto spesso connesse a dichiarazioni volontarie dell'ente controllante¹¹) da degradare l'istituto del recesso da "adeguata forma di tutela" a eventualità trascurabile nella dinamica di gruppo.

Ecco allora che, proprio al fine di intercettare le operazioni maggiormente rilevanti e al contempo potenzialmente più rischiose, le espressioni "inizio" e "cessazione" dell'attività di direzione e coordinamento contenute all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. vengono interpretate non in maniera restrittiva – e cioè riferite esclusivamente al momento in cui l'attività di direzione e coordinamento ha formalmente inizio o fine – ma in maniera estensiva. La predetta impostazione porta a ritenere astrattamente configurabile il diritto di recesso ogni qual volta vi sia una modifica del soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento: momento in cui vi potrà essere la cessazione e il conseguente inizio di una nuova fase di direzione e coordinamento¹².

Bisogna ad ogni modo evidenziare che una lettura che abbia l'effetto di ampliare il campo di applicazione della fattispecie di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. comporti dei costi che devono essere tenuti in attenta considerazione. Non si può infatti non notare come l'astratto riconoscimento del diritto di recesso nel caso di modifica del soggetto esercente attività di direzione e coordinamento costituisca un disincentivo all'investimento nelle società che avrebbe un effetto non favorevole per il mercato del controllo societario¹³. Le

Branca, Bologna, 2014, p. 292; V. SALAFIA, *Il recesso del socio dalle società soggette a direzione e coordinamento*, in *Soc.*, 2015, p. 139; M. CALLEGARI, *I gruppi di società, in Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, p. 1099; G.M. ZAMPERETTI, *op. cit.*, p. 15; M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, p. 409; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 254 s.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 78 s..

¹¹ Si veda A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011, p. 84 secondo cui il diritto di recesso spetta al socio, al variare delle condizioni di rischio, sia quando dette variazioni vengano comunicate preventivamente sia quando tale alterazione "venga taciuta, ma concretamente operata attraverso la depressione della capacità della controllata di operare come autonomo centro di profitto".

¹² La predetta lettura non avrebbe comunque l'effetto di riconoscere automaticamente un diritto di recesso indiscriminato ai soci esterni all'attività di direzione e coordinamento, in quanto sarebbe comunque soggetta alle ulteriori condizioni (quella positiva dell'alterazione delle condizioni di rischio e quelle ostative della quotazione della società e della promozione di un'offerta pubblica di acquisto) previste dall'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c.. In questo senso C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, pp. 172 s..

¹³ In questo senso si veda in particolare P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella S.p.A.*, ne *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Atti del convegno di studi di Padova – Abano Terme, 5-7 giugno 2003, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 471 secondo cui "La disciplina del gruppo [...] può costituire una potente «poison pill» rispetto alla contendibilità della capogruppo, specie ove si acceda ad una lettura restrittiva dell'art. 2497 *quater*, comma 1°, lettera c nel senso che il mutamento del titolare dell'attività di direzione e coordinamento esclude il recesso solo nelle società quotate assoggettate a tale direzione". Si veda anche M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 255 il quale, pur ritenendo rilevanti anche le modifiche soggettive di chi esercita l'attività di direzione e coordinamento, evidenzia l'incidenza del recesso *ex art.* 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. sul mercato del controllo delle società non quotate. D'altronde, in generale, la previsione di regole a protezione dei soci di minoranza (*i.e.* il diritto di recesso e l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria nelle società quotate) comportano dei costi a livello complessivo per il sistema. La stessa disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, non presente in altri ordinamenti, è spesso dibattuta in quanto ha l'effetto di elevare i costi dell'investimento nelle società quotate. Con riferimento alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e dei suoi effetti sul mercato del controllo

predette considerazioni, diversamente da quanto ricostruito dal Tribunale, potrebbero quindi portare a interpretare restrittivamente l'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c.¹⁴: d'altronde, una lettura volta a ritenere irrilevanti le modifiche soggettive dell'ente esercente attività di direzione e coordinamento sarebbe parimenti aderente al dettato normativo.

3. Come chiaramente evidenziato dal Tribunale nella motivazione della sentenza, affinché un socio possa recedere ai sensi dell'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. non basta che il recesso venga esercitato nel corretto momento temporale, ovvero all'inizio o alla fine dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, ma al contrario – proprio al fine di evitare che il diritto di recesso già di per sé gravoso per la società abbia l'effetto di scoraggiare l'investimento – è necessario che l'entrata o l'uscita da un gruppo determinino un'"alterazione delle condizioni di rischio".

Riempire di contenuto la formula elastica prescelta dal legislatore della riforma non è compito facile. D'altronde, l'alterazione delle condizioni di rischio deve essere parametrata non con un dato oggettivo facilmente evincibile dai documenti sociali, ma con un'ipotesi, essenzialmente fattuale, che si estrinseca – specialmente in caso di "subentro" di un nuovo ente – nell'effettiva modalità di concreto esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte sia del precedente soggetto controllante sia di quello che andrà a sostituirlo. Difatti solo all'esito del confronto tra le due diverse modalità di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento si potrà valutare se vi sia stata o meno un'alterazione delle condizioni di rischio.

Data l'elevata ambiguità della norma, il Tribunale, prima di procedere alla risoluzione concreta del caso sottoposto al suo giudizio, ha ritenuto – in maniera condivisibile – di svolgere alcune considerazioni generali con riferimento all'alterazione delle condizioni di rischio.

A tal proposito, i Giudici hanno affermato che non una qualunque alterazione delle condizioni di rischio possa essere considerata rilevante, ma soltanto "una modifica in senso deteriore delle condizioni di rischio di investimento sussistenti prima dell'evento considerato dalla norma".

Questa soluzione che, a prima vista, potrebbe destare qualche perplessità può essere invece efficiente una volta calata nella disciplina di gruppo¹⁵. Si deve difatti ritenere che il Legislatore

si vedano M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, pp. 194 ss; più recentemente, L. ENRIQUES, R.J. GILSON, A.M. PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, ECGI Law Working Paper N° 212/2013, Harvard Bus. L. Rev., Vol. 4, 2014, pp. 85 ss. i quali suggeriscono l'introduzione di un regime di *opt-out*; J.W. FEDDERKE, M. VENTORUZZO, *The Biases of an "Unbiased" Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge*, ECGI Law Working Paper N° 304/2016 i quali ricostruiscono puntualmente, anche da un punto di vista dei costi, la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto evidenziando come la promozione di un'offerta volontaria (anche parziale in assenza di acquisti superiori all'1%) faccia venire meno l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica obbligatoria. Ciò, di fatto, in taluni casi potrebbe comportare che gli azionisti di minoranza ricevano "a lower total consideration than the one they would receive in mandatory offer, or not be able to tender all the shares they would like to. This loss, however, might be more than compensated by a higher number of takeovers, and diversified investors would benefit from the additional takeovers" (p. 30). Sui rapporti tra offerta pubblica di acquisto e recesso si veda anche C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, pp. 185 ss..

¹⁴ Prende in considerazione questa possibilità, seppur congiuntamente all'ulteriore condizione dell'alterazione delle condizioni di rischio, S. GILOTTA, *op. cit.*, p. 598 il quale evidenzia che di fatto la società non veda modificato il suo "status" rimanendo soggetta all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (seppur da un diverso soggetto). Con riferimento alla tematica dell'individuazione del momento finale dell'attività di direzione e coordinamento, dal punto di vista dello statuto di gruppo e con riferimento alla disciplina previgente, si veda U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, p. 249 (nota 248) ove l'Autore precisa che non si può parlare di cessazione dell'attività di gruppo allorché la società entri a far parte di un altro gruppo.

¹⁵ Non pare, infatti, che alla fattispecie di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. si possano applicare i ragionamenti svolti con riferimento all'ipotesi di recesso di cui all'art. 2437, primo comma, lett. g) c.c. in caso di modifica dei sistemi di *governance* societari ove si è escluso la

abbia introdotto la fattispecie di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. come meccanismo di tutela preventiva a possibili ipotesi di abuso che nella fase esecutiva dell'attività di direzione e coordinamento potrebbero essere idonee a fondare addebiti di responsabilità all'ente controllante *ex art. 2497 c.c.*. Se ciò è condivisibile, ne consegue, quindi, che nessuna tutela necessiterebbe il socio esterno all'attività di direzione e coordinamento in ipotesi di modifiche che non comportino un peggioramento delle condizioni di rischio, ma, al contrario, un loro miglioramento: è di tutta evidenza infatti che se l'attività di direzione e coordinamento posta in essere determini un miglioramento o lasci invariate "le condizioni economiche e patrimoniali della società" sarebbe antieconomico consentire ai soci di minoranza di recedere dalla società comportando, almeno potenzialmente, una riduzione patrimoniale della società eterodiretta.

La specifica fattispecie di recesso oggetto del caso esaminato dal Tribunale non deve infatti essere letta come attributiva di una facoltà di disinvestimento volta a condividere il premio di controllo fra tutti i soci, ma solo, come si è detto in precedenza e come si tornerà ad analizzare successivamente, come forma di tutela preventiva in caso di deterioramento delle condizioni di investimento¹⁶. Una diversa lettura comporterebbe una abrogazione di fatto del requisito dell'"alterazione delle condizioni di rischio" che verrebbe svilito a mero effetto automatico conseguente all'inizio o alla fine della direzione e coordinamento sulla società eterodiretta¹⁷.

D'altronde che il concetto di "alterazione" previsto dalla norma debba essere considerato riferibile solo a un deterioramento delle condizioni di rischio dell'investimento, è dimostrato, come ritenuto dal Tribunale, da un dato letterale e da un dato sistematico.

Il dato letterale attiene alla circostanza che in altre ipotesi il legislatore quando ha voluto rendere rilevante ogni modificazione non ha utilizzato il concetto di "alterazione". Così è ad

ricorrenza del diritto di recesso in caso di passaggio da un sistema di amministrazione e controllo ad un altro, considerando rilevanti solo le modifiche che abbiamo ad oggetto le modifiche dirette dei diritti di voto e di partecipazione. Già in quella fattispecie si era tuttavia suggerito di considerare comunque rilevanti le modifiche peggiorative dei diritti di voto e di partecipazione, così riconoscendo il diritto di recesso, ad esempio, in caso di passaggio dal sistema tradizionale a quello dualistico. In quest'ultimo senso R. SACCHI, *Un seminario sul sistema dualistico*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 1257 ss.. Escludono invece in ogni caso il diritto di recesso in caso di modifica del sistema di amministrazione e controllo V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, Torino, 2012, pp. 164 ss.; M. FRANZONI, *Commento sub art. 2380*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 2008, p. 3; V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, Milano, 2007, pp. 6 ss.; F. BARACHINI, *La gestione delegata nelle società per azioni*, Torino, 2008, p. 76 (nota 11); G. BALP, *Commento sub art. 2409-octies*, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, 39 ss.; C. MALBERTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2380*, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, pp. 66 ss.; S. POLI, *Commento sub art. 2380*, *Il Nuovo diritto delle società*, *Commentario sistematico al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, I Vol., Padova, 2005, p. 639; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 294 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A.. Dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 4.

¹⁶ In questo senso si vedano G. FERRI JR, G. GUIZZI, *op. cit.*, p. 45 secondo i quali "l'espressa previsione consente di mettere in luce come l'alterazione delle condizioni di rischio, in presenza della quale soltanto l'inizio o la cessazione di tale attività consente al socio di recedere dalla società, deve intendersi in senso estremamente rigoroso: deve trattarsi, infatti, di una alterazione non solo (i) significativa, e dunque logicamente diversa ed ulteriore da quella che potrebbe ricollegarsi al mero fatto che la società diviene soggetta ad altrui attività di direzione e coordinamento o cessa di esserlo, ma anche (ii) concreta, che risulti, cioè, in fatto, se non anche (iii) tale, ma il profilo è effettivamente controverso, da incrementare il rischio preesistente".

¹⁷ Sul punto si veda anche quanto osservato da S. GILOTTA, *op. cit.*, pp. 598 ss. secondo il quale, tuttavia, la scelta del legislatore apparirebbe "fuori asse rispetto ai principi che governano l'istituto"; M. CALLEGARI, *I gruppi di società*, cit., pp. 1096 ss..

esempio nell'ipotesi di modifica significativa dell'oggetto sociale¹⁸ di cui all'art. 2437 c.c. e, come evidenziato dal Tribunale di Milano, nella fattispecie di cui alla lettera a) dell'art. 2497-*quater*, primo comma, c.c. in cui ha usato per il recesso conseguente a trasformazione il termine "mutamento", mentre per l'ipotesi di modifica dell'oggetto sociale ha, nuovamente, usato il termine "alterino" volendo riconoscergli una valenza peggiorativa.

Il dato sistematico consegue, invece, alla *ratio* stessa della concessione di un diritto di recesso in caso di inizio o fine di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento¹⁹. Se difatti la *ratio* consiste nel garantire al socio esterno la possibilità di disinvestimento²⁰ in presenza di mutamenti che possano comportare un pregiudizio conseguente a decisioni arbitrarie della maggioranza, allora il disinvestimento non può e non deve essere garantito (e quindi il diritto di recesso concesso) ogni qual volta per effetto delle decisioni della maggioranza, lungi

¹⁸ Con riferimento ai rapporti tra oggetto sociale e concetto di "gruppo" si veda G. MUCCIARELLI, *Problemi in tema di gruppi e oggetto sociale*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 16-17-18 novembre 1995, III Vol., Milano, 1996, p. 1677.

¹⁹ Non vi è unanimità di vedute sull'identificazione del momento rilevante perché si verifichi l'alterazione delle condizioni di rischio. Secondo una prima impostazione sarebbe preferibile non dare una lettura estensiva della norma, tale cioè da ammettere il recesso anche in caso di alterazione delle condizioni di rischio in un momento successivo a quello di inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento o di modifica del soggetto esercente la stessa. Una diversa lettura comporterebbe infatti un aggravio dei costi e l'allungamento di una situazione di incertezza che avrebbe effetti negativi sul valore stesso della società e, potenzialmente, sulla sua situazione patrimoniale. Detta interpretazione esporrebbe quindi la società a rischi di abuso da parte delle minoranze. Sul punto si vedano C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 130 ss.; R. PENNISI, *La disciplina*, cit., pp. 942 s. il quale parla espressamente di giudizio prognostico sulla alterazione delle condizioni di rischio. In senso diverso, tale cioè da privilegiare un'alterazione delle condizioni di rischio anche in un momento successivo a quello individuato dalla norma, M. MAUGERI, *Riflessioni minime sul recesso dal gruppo*, in questa *Rivista*, 2009, I, pp. 892-893; G. FERRI JR, G. GUIZZI, *op. cit.*, p. 46 secondo i quali l'alterazione delle "condizioni di remunerazione dell'investimento" deve verificarsi in concreto ed è una conseguenza che si ricollega all'inizio o alla fine dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (o al mutamento del soggetto esercente detta attività) "il che dovrebbe ragionevolmente consentire di contenere l'ambito di rilevanza temporale della vicenda, appunto perché per quanto successivo quell'effetto deve manifestarsi in un lasso di tempo cronologicamente contiguo rispetto all'accadimento da cui deriva, che potrebbe, allora, non essere azzardato ritenere delimitato dall'approvazione del primo bilancio di esercizio successivo alla (se del caso nuova) soggezione a siffatta attività ovvero alla sua cessazione". Si veda inoltre M. MOZZARELLI, *Attività di direzione e coordinamento e allocazione del rischio di gestione*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, p. 1621 che parla di consolidamento dell'alterazione delle condizioni di rischio nel caso in cui i soci decidano di non recedere.

²⁰ È stato correttamente sottolineato come la scelta della capogruppo di iniziare ovvero di cessare l'attività di direzione e coordinamento, ovvero ancora di cedere la propria partecipazione determinando la modifica del soggetto controllante, non sia di per sé vietata dal legislatore che si limita a concedere un diritto di *exit* ai soci che vedano alterate le proprie condizioni di rischio (a condizione che non si sia in presenza di una delle condizioni ostantive previste dalla norma). Così M. MOZZARELLI, *op. cit.*, p. 1621 secondo cui a "differenza dei creditori, (legislativamente) inermi di fronte al passaggio da società monade a società di gruppo e per questo essi (legislativamente) indifferenti a tale passaggio mediante l'allocazione dell'incertezza dell'attività di direzione e coordinamento interamente a carico della capogruppo, ai soci è dunque (legislativamente) consentito di reagire liquidando l'investimento". Si veda altresì R. PENNISI, *Il diritto di recesso nelle società soggette ad attività di direzione e coordinamento: alcune considerazioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, I, pp. 36 s.. Per quanto attiene all'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento nella disciplina dei gruppi si vedano V. MARICONDA, M. CENTONZE, *Incorporazione delle società controllate nella holding capogruppo e diritto di recesso dei soci di quest'ultima (parere pro veritate)*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 993 ss..

dall'esserci conseguenze negative, vi siano effetti positivi per il socio di minoranza. Il diritto di recesso dovrà essere dunque concesso solo in presenza di situazioni e di modifiche che siano idonee a produrre un deterioramento della posizione del socio²¹; deterioramento che dovrà essere valutato di volta in volta e con specifica attenzione al caso concreto oggetto di esame²².

La sentenza in commento rappresenta quindi un precedente molto importante in quanto essendo uno sporadico caso di applicazione della fattispecie di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. consente di iniziare a dare consistenza alla fattispecie di recesso appena richiamata, attività quanto mai importante per eseguire un vaglio preventivo per orientare sia le società sia i soci esterni all'attività di direzione e coordinamento tenuti, in caso di azione giudiziale, a fornire la prova dell'effettiva alterazione delle condizioni di rischio.

In altre parole, i Giudici sono stati chiamati a dare attuazione a quello specifico bilanciamento di interessi, da realizzare mediante un giudizio prognostico suffragato da elementi concreti, tra il diritto del socio ad uscire da una compagine sociale in presenza di modifiche sopravvenute alle condizioni dell'investimento inizialmente effettuato e il diritto della società a mantenere nel proprio patrimonio risorse destinate al perseguimento dell'oggetto sociale²³.

In questo quadro il Tribunale, riconoscendo come interesse primario del socio, a fronte della sopportazione del rischio di impresa, quello di ricevere gli utili e, ove sussistente, la quota di

²¹ Tale alterazione sarà maggiormente probabile che venga considerata sussistente in tutte quelle situazioni in cui vi sia un drastico ricorso all'indebitamento (della controllante o della controllata), tali cioè, appunto, da alterare la situazione patrimoniale della società eterodiretta. In questo senso C. CARUSO, *op. cit.*, p. 149; A. VICARI, *I conflitti d'interessi degli amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, IV Vol., pp. 276 ss.; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, 2007, p. 29 (specialmente nota 31); A. GIARDINO, *Normativa sulla direzione e coordinamento e operazioni di leveraged buy-out*, in *Soc.*, 2005, pp. 1104 ss.. In questo quadro, il diritto di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. è innegabile che abbia effetti dirimpenti sulla disciplina del *leveraged buy-out* aumentando i suoi costi e arrivando, in taluni casi, di fatto, a disincentivarlo. Si noti poi che, l'indagine volta a verificare la sussistenza di un'alterazione delle condizioni di rischio differirà logicamente a seconda che si verifichi all'inizio o alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento. Nel primo caso sarà infatti un'indagine prospettica volta a valutare le conseguenze dell'inserimento della società monade all'interno del gruppo, mentre nel secondo sarà volta a valutare gli effetti dell'uscita dal gruppo anche in termini di perdita di servizi accentrati, economia dei costi e appetibilità sul mercato. In questo senso si veda C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 146 ss.. Ritengono invece che nel caso di inizio e fine dell'attività di direzione e coordinamento l'alterazione delle condizioni di rischio sia *in re ipsa* C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, p. 173; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, 2004, p. 424.

²² L'alterazione delle condizioni di rischio dovrà essere ricercata poi non con riferimento a mere aspettative soggettive del socio esterno all'attività di direzione e coordinamento, ma in chiave oggettiva. In questo senso anche C. CARUSO, *op. cit.*, p. 136. L'alterazione dovrà, in altre parole, riflettersi sulla partecipazione del "socio modello" e, quindi, essere astrattamente rilevante per ogni soggetto che si fosse trovato ad investire nella società, senza che rilevino eventuali specifiche ragioni che abbiano condotto il singolo socio ad investire (salvo che le stesse abbiano un'incidenza rilevante al fine della qualificazione della fattispecie).

²³ Si è infatti affermato che non è possibile delineare un "standard di valutazione socialmente tipico". C. CARUSO, *op. cit.*, p. 127. Difatti ogni esperienza imprenditoriale è caratterizzata per avere delle specifiche peculiarità tali da renderla essenzialmente unica. Dato che, di fatto, ogni modifica del soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento sarebbe astrattamente idonea a far scattare il recesso, dovrà essere compiuta una valutazione in concreto, al fine di comprendere se vi sia stata una effettiva alterazione delle condizioni di rischio tale da incidere sulla partecipazione del socio. In questo senso anche A.M. PERRINO, *op. cit.*, p. 285. Si veda altresì F. GALGANI, *Commento sub art. 2497-*quater*, Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 2005, p. 160.

liquidazione, ha affermato che “si dovrebbero ritenere «alterate» le condizioni di rischio dell’investimento allorché si ravvisi che l’ingresso o l’uscita dal gruppo – o il cambio della società esercente l’attività di direzione e coordinamento – abbia determinato o rischi in concreto di determinare un impatto negativo sull’equilibrio patrimoniale e finanziario della società e/o, sul valore della partecipazione, e/o sulle prospettive reddituali della società eterodiretta, e di conseguenza, sulle aspettative reddituali che il socio nutra prima di questo cambiamento”. Del resto i precedenti parametri non sono altro che una specificazione di quelli utilizzati dall’art. 2497 c.c. per l’individuazione del pregiudizio rilevante per i soci ai fini della tutela “successiva” riconosciuta dall’azione di responsabilità per abuso di direzione e coordinamento: ovvero la redditività e il valore della partecipazione²⁴. Così ricostruito quindi il presupposto dell’alterazione, è allora possibile meglio inquadrare il concetto di “deterioramento” che potrà essere considerato pertanto sussistente anche in ipotesi in cui per effetto di una modifica dell’attività svolta dalla società vi sia una riduzione della sua redditività²⁵.

In applicazione dei predetti principi il Tribunale non ha ritenuto configurabile, nel caso sottoposto al proprio vaglio, alcuna alterazione delle condizioni di rischio dell’investimento in senso deteriore per il socio di minoranza, che anzi avrebbe potuto beneficiare dell’ingresso della società in un gruppo di rilevanza internazionale, titolare di numerosi importanti *brand* nel settore del lusso e ha, conseguentemente, respinto la domanda attorea²⁶.

²⁴ Così anche C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 137 ss.. Il quale efficacemente sottolinea come diverso sia il contenuto da dare al parametro della redditività e a quello della valorizzazione. In particolare, il primo ha una rilevanza nel corso di esecuzione del contratto sociale e si realizza nel percepimento di utili e distribuzioni, mentre il secondo acquisisce rilevanza (specialmente) nel momento di cessione della partecipazione in cui il socio ottiene un corrispettivo dal compratore per il suo disinvestimento.

²⁵ In questo senso M. MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 289 s. secondo cui l’alterazione delle condizioni di rischio si amplifica “nel caso di gruppi ad attività marcatamente integrate sul piano economico e funzionale, unitamente alle opportunità di profitto, anche la consistenza del pericolo che la direzione unitaria sia piegata al compimento di operazioni in conflitto di interessi e in danno della società subentrante”.

²⁶ I Giudici hanno escluso che nel caso sottoposto al proprio vaglio vi fosse stato un peggioramento delle condizioni di rischio dell’investimento del socio di minoranza in quanto: (i) nonostante fosse stato allegato da parte del socio di minoranza il mutamento del contesto caratterizzante il socio di controllo (passato da un gruppo familiare italiano, a un gruppo multinazionale operante in diversi settori) non sarebbe stato fornito alcun indice concreto per dimostrare che il predetto mutamento comportasse una alterazione delle condizioni di rischio dell’investimento: non sarebbe difatti mutato né il settore di riferimento della società soggetta a direzione e coordinamento, né sarebbe stata modificata “l’originaria architettura” degli organi di gestione e di controllo che hanno altresì visto confermare l’amministratore delegato precedente (indice quindi di una continuità di gestione nella società) e non sarebbe neppure cambiata la posizione del socio esterno all’attività di direzione e coordinamento, rimasto unico socio di minoranza privo (come in precedenza) di alcun potere idoneo a influire sulla *governance* della società; (ii) non è stato nemmeno ritenuto provato che il gruppo acquirente la partecipazione di controllo nella società eterodiretta potesse porre in essere delle attività nell’interesse di altre società del gruppo e a scapito della società oggetto di recesso e ciò in quanto tutti gli altri *brand* del gruppo (nessuno dei quali in concorrenza con la società eterodiretta) sono stati sviluppati grazie al supporto finanziario fornito dalla nuova capogruppo; (iii) non sono state condivise le doglianze attoree con riferimento alla possibilità che il nuovo socio di controllo potesse deliberare importanti aumenti di capitale sociale (ciò perché di per sé nulla poteva condurre ad escludere la medesima eventualità ove fosse rimasto il precedente socio di maggioranza) e riguardo alla stipulazione di un contratto di *cash pooling* con la capogruppo (che al contrario ha facilitato e reso meno oneroso il ricorso al finanziamento); (iv) non è stata considerata conferente nemmeno l’allegazione (considerata comunque tardiva) secondo cui la società avrebbe smesso di distribuire dividendi per reinvestirli all’interno del gruppo (il Tribunale ha infatti sottolineato come l’argomentazione fosse contraddittoria in quanto se la controllante avesse voluto avere risorse da investire nel gruppo, avrebbe, al contrario, distribuito dividendi al fine di dotarsi delle necessarie

Detta conclusione volta a interpretare la norma di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. in maniera rigorosa e restrittiva ha il pregio di mantenere circoscritto il recesso e conseguentemente ridurre il relativo costo alle sole effettive circostanze in cui il socio esterno necessita di essere tutelato e protetto, realizzando un corretto temperamento delle opposte esigenze e dei correlati interessi meritevoli di tutela pocanzi analizzati. Tuttavia, come è stato già evidenziato, la scelta del Legislatore di concedere un diritto di *exit* solo in presenza di un'effettiva alterazione delle condizioni di rischio ha lo svantaggio di potersi prestare ad abusi da parte degli amministratori della società eterodiretta che, almeno tendenzialmente, cercheranno di non favorire spontaneamente il diritto di recesso per i soci di minoranza. Ciò potrebbe comportare un aumento dei costi di esercizio del diritto di recesso (il quale dovrà passare per la via giudiziale) che, di conseguenza, determinerebbero un deprezzamento delle partecipazioni di minoranza nelle società eterodirette. Tali difficoltà verrebbero infatti scontate in sede di compravendita da parte dell'acquirente²⁷.

Se quanto detto appare senza dubbio corretto, si può tuttavia ritenere che la risposta alla problematica evidenziata non debba passare attraverso un ampliamento della fattispecie di recesso, ma per il tramite della repressione dei comportamenti patologici. D'altronde gli effetti sul valore delle partecipazioni di comportamenti opportunistici da parte del *management* sarebbero comunque da ritenersi limitati: ciò in quanto le partecipazioni di minoranza in società chiuse, prive di diritti sociali o parasociali tali da consentire di influire sulla *governance* o di poter disinvestire in caso di cambio di controllo, sarebbero già – tolti casi di particolare redditività della società – difficilmente collocabili a un terzo.

4. Una volta che sia concretamente integrata un'alterazione delle condizioni di rischio, occorre verificare che non si sia in presenza di una delle condizioni ostative previste dall'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c..

La semplice alterazione delle condizioni di rischio, pur essendo necessaria, non è infatti – da sola – sufficiente per consentire al socio di recedere.

Il legislatore ha difatti richiesto che vi fossero ulteriori due condizioni: la non soggezione a quotazione della società eterodiretta e la mancata promozione di un'offerta pubblica di acquisto (da intendersi come concessione di una possibilità di disinvestimento).

Quanto alla prima condizione, ovvero la soggezione a quotazione – sulla quale il Tribunale, esulando dal caso sottoposto al suo vaglio, non fa che un fulmineo cenno privo di argomentazioni – non è agevole comprendere appieno la *ratio* della scelta operata dal legislatore di escludere il diritto di recesso.

In presenza infatti di una alterazione delle condizioni di rischio susseguente all'inizio o alla fine dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, il fatto che la società sia quotata o meno non appare di per sé decisivo per escludere l'esigenza di tutela del socio esterno. Se infatti è pur vero che nelle società quotate sarà tendenzialmente più facile per il socio riuscire ad alienare sul mercato la propria partecipazione, altrettanto vero è che non necessariamente i corsi di borsa garantirebbero al socio di disinvestire a un prezzo "corretto" e, sicuramente, non

risorse; in ogni caso, di per sé, il reinvestimento di utili nella società avrebbe potenzialmente effetti positivi anche per il socio di minoranza che non avrebbe potuto escludere quest'ipotesi nemmeno in assenza di un cambio di controllo, ad esempio ove fosse stato necessario al fine di avere una patrimonializzazione efficiente per l'accesso al credito).

²⁷ Così S. GILOTTA, *op. cit.*, pp. 601 ss. secondo cui il "rischio di una strumentalizzazione del requisito in esame a fini ostruzionistici o dilatori, peraltro, è maggiore proprio in quelle ipotesi in cui la volontà di recedere del socio appare realmente giustificata e cioè laddove l'operazione di ingresso nel gruppo risulta sfavorevole alle sue ragioni: come visto prima, infatti, mentre nell'opposto scenario in cui l'operazione di aggregazione appare creatrice di valore anche per l'azionista di minoranza trovare terze parti subentranti dovrebbe essere agevole e non dovrebbe comportare esborsi da parte della società, qui l'eventuale operazione di subentro attraverso cui sostituire il recedente verrebbe realizzata "a sconto"".

gli consentirebbero di disinvestire a un prezzo “armonizzato” come potrebbe invece fare in caso di recesso²⁸.

Nello sforzo di ricostruire la *ratio* che ha spinto il legislatore ad escludere il diritto di recesso per le società quotate, si ritiene che questa consegua da un lato all’esigenza di ridurre le ipotesi di recesso per le società con titoli negoziabili su mercati regolamentati al fine tutelare l’integrità patrimoniale delle stesse e, dall’altro, all’atteggiamento di fiducia nei confronti dell’istituto dell’offerta pubblica di acquisto obbligatoria come adeguato strumento atto a consentire il disinvestimento (a parità di condizioni e tramite la condivisione del premio di controllo).

È stato tuttavia già affermato come possa accadere che l’inizio o la cessazione dell’attività di direzione e coordinamento non consegua a un trasferimento del controllo²⁹, ciò in quanto, ad esempio, la società sia caratterizzata da un azionariato estremamente diffuso tale da consentire di controllare l’emittente con una partecipazione inferiore alle soglie OPA. Ma può anche accadere che l’offerta pubblica di acquisto non sia obbligatoria perché si versi in una delle ipotesi di esenzione dalla stessa previste dal TUF e dalla Consob nel Regolamento Emittenti.

Nelle predette ipotesi il socio esterno non potrebbe aderire ad alcuna sollecitazione al disinvestimento e, quindi, anche in ipotesi di trasferimento del controllo, non avrebbe possibilità di *exit* diverse da quelle della cessione sul mercato della propria partecipazione. Ciò a meno di leggere l’art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. come non applicabile alle società quotate solo nel caso in cui debba essere promossa un’offerta pubblica di acquisto. Questa lettura, che risponderebbe a logiche protettive del mercato, non sembra tuttavia pienamente conforme al dettato normativo e avrebbe l’effetto di aumentare i costi per le società sia in termini economici sia in termini di incertezza³⁰.

²⁸ Si è infatti già evidenziato come una visione eccessivamente fiduciosa della capacità del mercato di fungere da meccanismo perfettamente sostitutivo della liquidazione della quota prevista dal recesso “presta però il fianco a critiche non agevolmente superabili”. Al contempo, la stessa circostanza che, ad esempio, le ipotesi di recesso di cui all’art. 2437 c.c. (con l’esclusione della cause statutarie) siano applicabili anche alle quotate dimostra come, in realtà, la *ratio* dell’esclusione non possa essere ricondotta alla “facilità di disinvestimento” per il socio. Così C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 165 ss.; S. GILOTTA, *op. cit.*, pp. 606 ss.. In senso contrario, seppur con perplessità, M. VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento di società (art. 2497-*quater*, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1189; R. WEIGMANN, *La nuova disciplina dei gruppi di società: il punto di vista del giurista*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, atti del convegno di Foggia, 12 e 13 giugno 2003, a cura di N. Abriani e T. Onesti, Milano, Giuffrè, 2004, p. 162; C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, pp. 176 ss.; G. SCHIANO DI PEPE, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Soc.*, 2003, p. 1208. Sottolinea la scarsa attitudine del mercato a frenare l’opportunistico dei soci di controllo L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per una analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, pp. 713 ss..

²⁹ Così S. GILOTTA, *op. cit.*, pp. 608 ss.. Ricorda la necessità di tenere conto della normativa in materia di direzione e coordinamento per quanto attiene agli obblighi informativi dell’offerente C. CARUSO, *op. cit.*, p. 169.

³⁰ Sottolinea, pur evidenziando le difficoltà connesse al tenore della *littera legis*, S. GILOTTA, *op. cit.*, p. 611 che il diritto di recesso potrebbe essere riconosciuto anche nelle società quotate nel caso in cui non venisse promossa un’offerta pubblica di acquisto, valorizzando il dettato della legge delega, che al suo art. 10, comma 1, lett. c) “invita il legislatore delegato a «individuare i casi nei quali riconoscere adeguate forme di tutela al socio al momento dell’ingresso e dell’uscita della società dal gruppo, ed eventualmente il diritto di recesso quando non sussistono le condizioni per l’obbligo di offerta pubblica di acquisto», lasciando trasparire in maniera alquanto chiara l’intenzione di legare il recesso non tanto allo *status* di società (non) quotata, quanto all’assenza del meccanismo di *exit* alternativo rappresentato appunto dall’opa”. Evidenzia la mancanza di chiarezza della norma che potrebbe condurre a riconoscere il diritto di recesso anche nelle società quotate nel caso che non venga promossa un’offerta pubblica di acquisto C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, pp. 221 ss.. Nel senso di collegare per le società quotate il diritto di recesso alla promozione di un’offerta pubblica di acquisto C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 191; C.

La seconda condizione ostativa all'esercizio del recesso attiene alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto. Ancora una volta la norma pecca di scarsa chiarezza: se infatti essa è rivolta esclusivamente alle società chiuse³¹ l'utilizzo di una locuzione assimilabile alla disciplina delle quotate desta, nuovamente, non poche questioni applicative a cui il Tribunale nella sentenza in commento ha dovuto dar risposta.

In primo luogo il Tribunale ha dovuto ricondurre l'espressione, utilizzata dal legislatore, "offerta pubblica di acquisto" a ragionevolezza. Se difatti si ritiene che l'ipotesi di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. non sia applicabile alle società quotate, l'espressione non può certo fare strettamente riferimento (quantomeno in via esclusiva) all'ipotesi (e conseguentemente alla disciplina) di offerta pubblica di acquisto prevista dal TUF, posto che le società chiuse sono, per definizione, ad azionariato ristretto.

È quindi assolutamente razionale la conclusione dei Giudici meneghini di ritenere l'offerta al socio esterno idonea ad escludere la fattispecie di recesso in esame, purché consenta di disinvestire a valori congrui, anche nel caso in cui detta proposta, lungi dall'essere pubblica, assuma la forma di offerta (vincolante) privata³²: difatti, specialmente in una fattispecie quale quella oggetto del caso sottoposto al Tribunale in cui vi era un solo socio di minoranza, nulla avrebbe aggiunto la proposizione di un'offerta propriamente "pubblica" che, in concreto,

PASQUARIELLO, *op. cit.*, p. 187. In senso dubitativo, pur affermando che la lettura prevalente escluda il diritto di recesso per le società quotate G. FERRI JR, G. GUIZZI, *op. cit.*, pp. 47 s. (nota 20); G. GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, p. 369. In senso diverso F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pp. 278 ss.; G. SBISA, *op. cit.*, pp. 294 ss.; R. PENNISI, *La disciplina*, cit., pp. 943 s.; F. GALGANO, *op. cit.* p. 160; R. RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Soc.*, 2003, p. 928; M.C. BALDISSEROTTO, *Commento sub art. 2497-*quater**, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Torino, 2009, pp. 1175 s.. Evidenza come l'esclusione del recesso *ex art. 2497-*quater**, primo comma, lett. c), c.c. nelle società quotate possa evitare un eccessivo espandersi degli oneri finanziari M. MAUGERI, *Riflessioni minime*, cit., p. 895; ID., *Formazione*, cit., pp. 299 ss.. Con riferimento ai rapporti tra OPA e recesso si veda anche Cass., 10 agosto 2012, n. 14392, in *Soc.*, 2013, pp. 175 ss., secondo cui "In siffatto quadro non può ignorarsi, d'altronde, che la Direttiva 2004/25/Ce (successiva ai fatti di causa, ma evidentemente ispirata da principi preesistenti) fa espressamente riferimento alle offerte pubbliche d'acquisto come a misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza (così il nono considerando). Ed anche in campo nazionale la più attenta dottrina non ha mancato di osservare come, sul piano sistematico, l'espresso riconoscimento legislativo dell'idoneità dell'offerta pubblica di acquisto a surrogare il diritto di recesso del socio, nelle ipotesi contemplate dall'art. 2497-*quater* c.c., lett. c), sia retrospettivamente significativo del fatto che, quando ricorrono le condizioni cui la legge ricollega l'obbligo di simili offerte pubbliche, la posizione giuridica dei destinatari dell'offerta si configura quale diritto soggettivo, non diversamente da come lo è il diritto di recesso".

³¹ Potrebbe essere questo il grimaldello che consente l'applicazione dell'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. alle società quotate nel caso in cui non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto. Si potrebbe difatti sostenere che il riferimento a offerte pubbliche di acquisto per le società chiuse sarebbe un controsenso logico mitigabile solamente nel caso in cui il legislatore, in realtà, riferisse detta condizione sia alle società chiuse (per le quali prenderebbe la forma di semplice offerta a tutti i soci), sia per le società quotate per le quali si consentirebbe il recesso qualora non fosse garantito il disinvestimento attraverso una vera e propria OPA. La predetta lettura, ancora una volta, non sarebbe comunque pienamente conforme al dato letterale e avrebbe i medesimi inconvenienti già in precedenza evidenziati.

³² In questo senso R. WEIGMANN, *op. cit.*, p. 162. È stato altresì sostenuto che la previsione statutaria (o anche a livello parasociale) di clausole di covendita o, in generale, che consentano la dismissione della partecipazione siano idonee alternative al recesso che possano integrare la fattispecie ostativa prevista dall'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c.. In questo senso C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 173 ss.. Per i rapporti in generale tra recesso e prelazione si veda G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 336.

sarebbe poi stata comunque rivolta ad un solo oblato³³. In questo solco, come si è già sostenuto, il termine “pubblica” riferito all’offerta deve quindi essere interpretato non nel senso di “rivolta a una platea indeterminata di soggetti”, ma come “standardizzata”, che sia cioè rivolta a tutti i possibili soci legittimati a recedere e che consenta a tutti di disinvestire alle medesime condizioni determinate nell’offerta vincolante³⁴.

Resta quindi un ultimo punto da affrontare, ovvero quale sia il corrispettivo idoneo affinché l’offerta di acquisto possa essere considerata condizione ostativa all’esercizio del diritto di recesso. Anche con riferimento alla determinazione delle condizioni dell’offerta e, quindi, alla fissazione del prezzo da ritenersi congruo affinché la stessa possa essere considerata una valida alternativa al diritto di recesso, le critiche all’art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. colgono nel segno.

Nel silenzio del legislatore, che non ha previsto un corrispettivo minimo dell’offerta, sarebbe difatti astrattamente possibile sostenere che, al pari di quanto previsto dalla disciplina in materia di OPA obbligatoria per le società quotate, il prezzo debba essere fissato avuto riguardo al corrispettivo massimo pagato dall’offerente in un dato periodo di riferimento. Una tale lettura non sarebbe però condivisibile. La *ratio* del diritto di recesso non può infatti essere ricondotta, come nelle ipotesi di OPA obbligatoria in caso di trasferimento del controllo, alla distribuzione di alcun premio di maggioranza, ma solo alla concessione di una facoltà di disinvestimento dalla società. Si deve pertanto ritenere che il legislatore non abbia previsto alcun parametro per la determinazione del corrispettivo dell’offerta, al fine di concedere un certo ambito di discrezionalità nella predisposizione della stessa che, tuttavia, pur non dovendo arrivare a riconoscere un prezzo minimo tale da incorporare il premio di controllo, comunque non potrà prevedere un valore “significativamente differente” al corrispettivo previsto in tema di recesso³⁵. D’altronde il diritto di recesso, nel cui ambito si inserisce la specifica ipotesi di offerta di acquisto in esame, risponde ad esigenze di disinvestimento del socio e il suo valore, a

³³ Diversamente nel caso in cui l’offerta sia soggetta per numero di destinatari e ammontare complessivo del corrispettivo alla disciplina contenuta in specifiche ipotesi previste da leggi speciali o da regolamenti di settore, essa dovrà altresì rispettare dette procedure. Così M. MAUGERI, *Riflessioni minime*, cit., pp. 894 s.; C. CARUSO, *op. cit.*, pp. 170 s. secondo cui l’espressione “offerta pubblica di acquisto” non potrebbe essere riferita alle società quotate in mercati comunitari (escluse dall’art. 2497-*quater* c.c.), ma solo a società quotate in mercati *extra*-comunitari o a società con titoli diffusi fra il pubblico.

³⁴ Così espressamente M. MAUGERI, *Riflessioni minime*, cit., p. 895 il quale efficacemente evidenzia che “il carattere «pubblico» dell’offerta” serve a limitare “l’autonomia negoziale della (futura) società dominante (o di altra società da questa già diretta e coordinata e allora destinata al ruolo di *subholding*) che dovrà indirizzare l’offerta di acquisto a tutti gli azionisti «esterni» della *target* e alle medesime condizioni di prezzo, senza possibilità di articolare trattative individuali”.

³⁵ Si veda C. CARUSO, *op. cit.*, p. 172 che parla di congruità del prezzo. Ritengono che per la valutazione di congruità dell’offerta si debba fare applicazione dei criteri valutativi previsti in materia di recesso M. MAUGERI, *Formazione*, cit., p. 307; D. GALLETI, *Commento sub art. 2497-*quater*, Il nuovo diritto delle società, Commentario sistematico al D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, III Vol., Padova, 2005, p. 2403; P. BUTTURINI, *op. cit.*, p. 370. Diversamente G. FERRI JR, G. GUIZZI, *op. cit.*, pp. 48 s. considerano che, “pur nel silenzio della legge, si possa ritenere che l’offerta in tanto possa dirsi idonea a escludere il venire a esistenza del diritto di recesso in quanto venga formulata ad un prezzo che rispecchia il valore di scambio della partecipazione, non essendo invece altresì necessario che esso corrisponda o comunque sia almeno pari al valore di liquidazione che il socio avrebbe avuto diritto di ottenere sulla base dei criteri di valutazione previsti dall’art. 2437 *ter* c.c. nelle ipotesi, per così dire ordinarie, di recesso”. Per una specifica valutazione delle società che sono parte di un gruppo si veda C. PASQUARIELLO, *op. cit.*, pp. 220 ss.. Con riferimento all’esclusione della distribuibilità del premio di maggioranza per il tramite del recesso cfr. G.M. ZAMPERETTI, *op. cit.*, p. 14.

mente dell'art. 2437-ter c.c.³⁶, deve essere calcolato tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni, senza però considerare alcun meccanismo redistributivo del premio di maggioranza³⁷. In altre parole il prezzo dell'offerta dovrà essere congruo per la liquidazione della partecipazione nella specifica società da cui si offre di disinvestire, valorizzando quindi le caratteristiche patrimoniali e reddituali della stessa, senza dunque dover corrispondere al prezzo offerto al socio di controllo per la cessione della propria partecipazione.

In definitiva, il diritto di recesso di cui all'art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c), c.c. rappresenta uno strumento residuale atto a consentire il disinvestimento solamente nelle ipotesi in cui vi sia un'alterazione effettiva (seppur valutata anche in maniera prognostica) delle condizioni di rischio dell'investimento e non sia concesso al socio esterno di uscire diversamente dalla compagine sociale a condizioni congrue.

PAOLO MANZONI

³⁶ Del resto, come statuito dal Tribunale nella sentenza in commento, perché si verifichi la condizione ostativa all'esercizio del diritto di recesso è sufficiente che “si tratti di un’offerta “privata” (volontaria): (i) rivolta a tutti gli azionisti per la totalità dei loro titoli; (ii) per un prezzo equo, ossia un prezzo che non sia significativamente differente rispetto a quello determinabile in base ai criteri di cui all’art. 2437-ter c.c.”, senza che sia necessario che detta offerta consenta anche il solo parziale disinvestimento. Nel caso sottoposto al vaglio dei Giudici vi era stata un’offerta che, ove accettata, avrebbe permesso al socio esterno di disinvestire a un valore pari a quello più alto di un *range* di valori determinato dal Collegio Sindacale per l’acquisto della partecipazione di un altro socio di minoranza solo pochi mesi prima. La predetta circostanza ha condotto quindi il Tribunale di Milano a ritenere congruo il prezzo contenuto nell’offerta di acquisto, posto che avrebbe consentito di disinvestire a un valore di mercato “acquisito” dalla compravendita di un’altra partecipazione di minoranza (analoga a quella del socio attore) avvenuta solo poco tempo prima.

³⁷ Questa conclusione è altresì confermata dai principi italiani di valutazione 2015 (in vigore dall’1 gennaio 2016) che al principio IV.6.1 e al relativo commento espressamente prevedono che essendo “l’unità di valutazione di riferimento nel caso di valutazioni a fini di recesso” l’azienda nel suo complesso “non sono applicabili né premi di maggioranza, né sconti di minoranza”; in questo senso anche M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 404 ss. (specialmente p. 406 e p. 408).